

CJ CGV  
(079160)

**김화재** **이재은**  
hojae.kim@daishin.com jeeun.lee@daishin.com

**투자 의견** **BUY**  
매수, 유지

**6개월 목표주가** **36,000**  
유지

**현재주가** **30,650**  
(21.08.06)

미디어업종

# 정상화에 조금 더 가까이

투자이견 매수(Buy), 목표주가 36,000원 유지

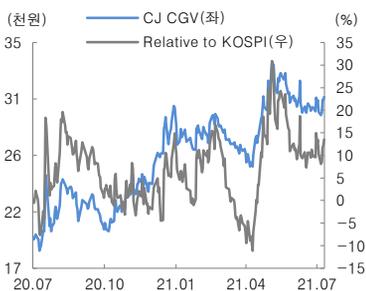
- 본사, 터키, CGI(동남아 SPC), 4DX의 21년 실적을 합산한 SOTP 방식 적용

2Q21 Review: 국내외 모두 뚜렷한 개선 추세

- 매출 1,6천억원(+289% yoy, -6% qoq), OP -573억원(적지, +730억원 yoy, 적지, +56억원 qoq). 전세계적으로 극장에 대한 강제 섯다운이 대부분 종료되었고, 개봉작들이 등장하면서 국내외 모두 뚜렷한 개선 추세
- 국내. 매출 741억원(+106% yoy, +42% qoq), OP -405억원(적지, +296억원 yoy, 적지, +121억원 qoq).
- BO(Box Office) 기준 1Q는 -69% yoy였지만, 2Q는 +87% yoy. 7월 누적 기준으로는 -29% yoy. 특히, 20.10월과 21.4월 티켓가격 인상 영향으로 관객수 보다 BO가 더 빠르게 회복 중
- CGV의 2Q ATP는 9.6천원(+24% yoy)으로 역대 최고. 반면, 아직 극장 내 취식은 허용되지 않아서 SPP는 1.6천원(-16% yoy)으로 09년 이후 최저
- 어려운 환경에서 지속되는 판관비 절감노력으로 사이트당 판관비는 4.9억원으로 최저 수준 지속. 12년의 14.8억원 대비 1/3 수준에 불과
- 당사 추정으로는 15~19년 평균의 70% 수준인 1.5억명의 관객수만 확보해도 OP는 15~19년 평균인 600억원 수준으로 회복 가능할 것으로 전망
- 한국영화 및 할리우드 블록버스터도 본격적으로 개봉을 시작하면서 관객수는 빠르게 회복 중. 극장 영업에 대한 추가 제재만 없다면 21년 관객수는 50% 수준인 1억명, 22년은 65% 수준인 1.4억명, 23년은 70% 수준인 1.5억명 전망
- 중국. 매출 656억원(+8,100% yoy), OP -15억원(적지, +283억원 yoy). 중국 영화가 예상보다 부진해서 분기 적자 전환했지만, 중국의 BO는 이미 19년의 70% 수준까지 회복했고, 3Q에는 중국 공산당 창당 100주년 기념 영화들이 등장하기 때문에 다시 흑자전환 가능할 것
- 터키. 매출 2억원, OP -41억원(적지, +25억원 yoy). 2Q까지는 영업중단 조치가 취해졌었지만, 7/3 영업중단 조치 해제. 7월 관객수는 19년의 70% 달성
- 베트남. 매출 158억원(+151% yoy), OP -20억원(적지, +63억원 yoy)
- 인도네시아. 매출 56억원, OP -46억원(적지, +45억원 yoy)
- 4D Plex. 매출 83억원(+493% yoy), OP -25억원(적지, +71억원 yoy)
- 7/8부터 CB 전환권 행사 시작. 7/15 기준 1.7백만주, 14.7% 전환. 현주가가 전환가격인 26.6천원보다 높아서 전환은 빠르게 진행될 것으로 전망. 전환권 행사가 진행 중인 과정에서는 주가는 30천원~35천원(Call Option 가격)을 유지하겠지만, 전환권 행사가 마무리되어가는 시점에는 박스권 상회 전망

KOSPI	3270.36
시가총액	1,127십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	24십억원
52주 최고/최저	33,450원 / 18,600원
120일 평균거래대금	144억원
외국인지분율	5.92%
주요주주	CJ 36.67%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.1	22.1	11.3	64.8
상대수익률	-3.0	18.7	6.2	18.0



(단위: 십억원 %)

구분	2Q20	1Q21	2Q21			3Q21				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	42	172	190	162	288.8	-6.3	198	294	89.4	81.8
영업이익	-131	-63	-45	-57	적지	적지	-47	0	적지	적지
순이익	-143	-92	-48	-93	적지	적지	-64	-20	적지	적지

자료: CJ CGV, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,942	583	1,047	1,348	1,520
영업이익	122	-389	-71	50	79
세전순이익	-229	-862	-222	-62	-25
총당기순이익	-239	-752	-218	-55	-22
지배지분순이익	-153	-635	-192	-48	-19
EPS	-6,358	-22,531	-4,949	-992	-395
PER	NA	NA	NA	NA	NA
BPS	11,261	4,744	6,271	4,064	3,670
PBR	2.8	5.3	4.9	7.5	8.4
ROE	-57.6	-314.4	-101.8	-21.8	-10.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	1,220	1,412	1,047	1,348	-14.2	-4.5
판매비와 관리비	640	606	616	574	-3.7	-5.4
영업이익	32	65	-71	50	적자조정	-22.9
영업이익률	2.6	4.6	-6.8	3.7	적자조정	-0.9
영업외손익	-122	-96	-151	-112	적자유지	적자유지
세전순이익	-91	-31	-222	-62	적자유지	적자유지
지배지분순이익	-79	-20	-192	-48	적자유지	적자유지
순이익률	-7.5	-1.6	-20.9	-4.1	적자유지	적자유지
EPS(지배지분순이익)	-2,071	-432	-4,949	-992	적자유지	적자유지

자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

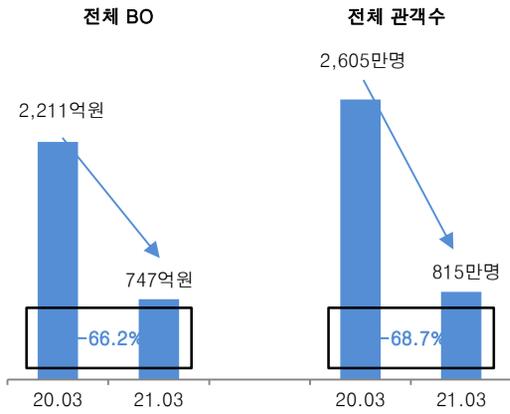
표 1. CJ CGV SOTP Valuation

(억원 배, %)

항목	지역별	EBITDA	EV/EBITDA	가입가치	지분율	적정가치	주당가치	EV/EBITDA 멀티플 기준
A	영업가치			20,711		17,442	37,609	
	본사	1,111	7.4	8,198	100.0	8,198	17,676	15~19 EV/EBITDA 평균 대비 60% 적용
	CGI	1,803	3.9	7,012	71.4	5,009	10,799	외자유치 기준 대비 60% 적용
	Turkey	660	7.4	4,868	75.2	3,662	7,898	본사 수준
	4DX	86	7.4	634	90.5	573	1,236	본사 수준
B	비영업가치							
C	총가입가치(A+B)			20,711		17,442	37,609	
D	순차입금			1,169		1,169	2,521	
E	주주가치(C-D)			19,542		16,273	35,088	

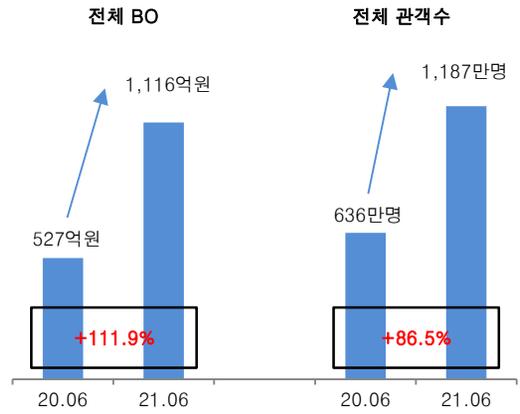
자료: CJ CGV, 추정은 대신증권 Research Center / 주: 본사 멀티플은 15~19 관객수 평균 대비 21년 관객수 수준 감안한 할인 적용. 연결 법인은 본사 대비 수익성 감안한 할인 또는 할인

그림 1. 한국 1Q21 BO



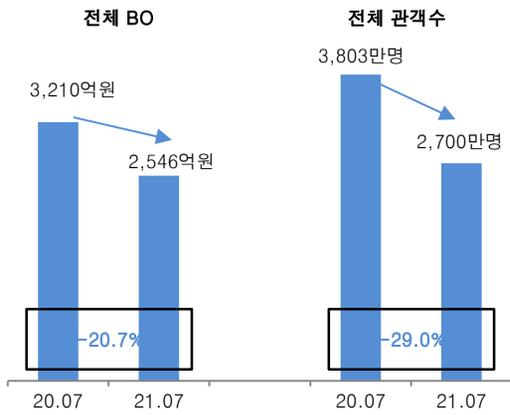
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 2. 한국 2Q21 BO



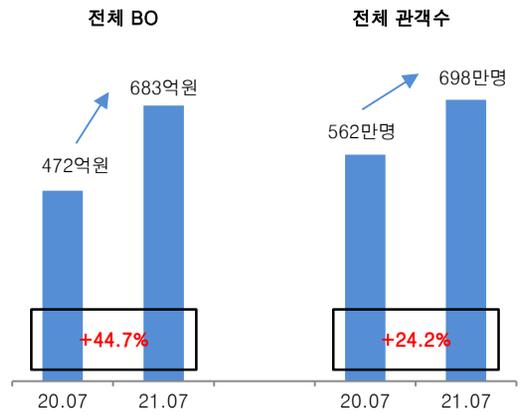
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 3. 한국 7월 누적 BO



자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 4. 한국 7월 BO



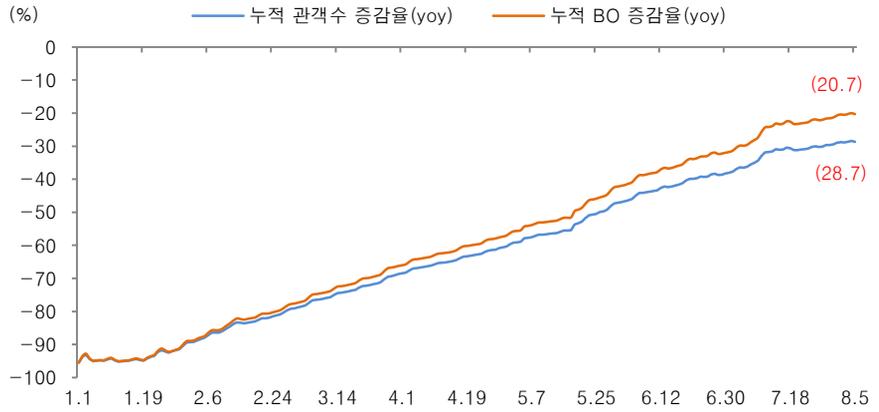
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 5. 3월부터 주간 관객수 턴어라운드



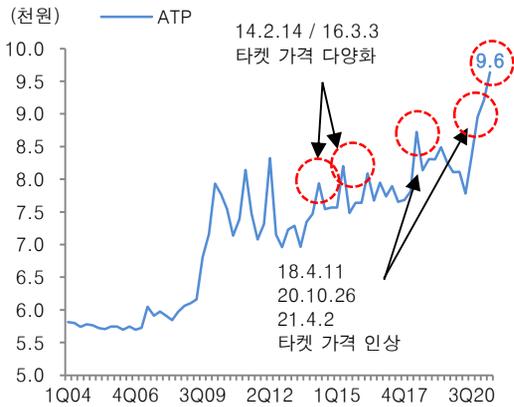
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 6. 8/5 기준 누적 관객수는 20년의 71%, BO는 79%까지 회복



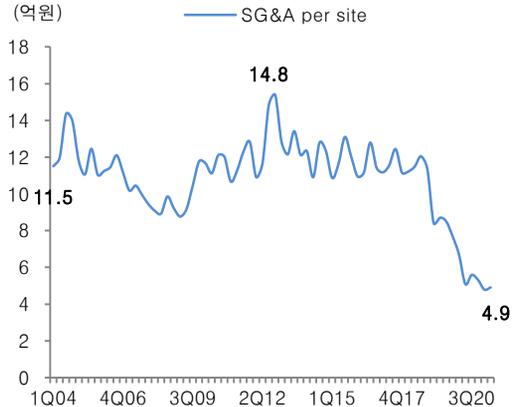
자료: 영화진흥위원회 대신증권 Research Center

그림 7. ATP 급증



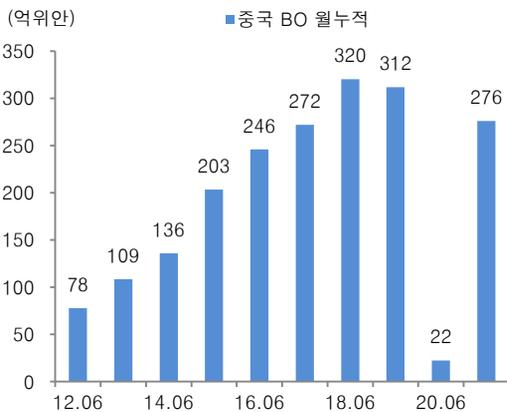
자료: CGV, 대신증권 Research Center

그림 8. 사이트당 판관비는 역대 최저



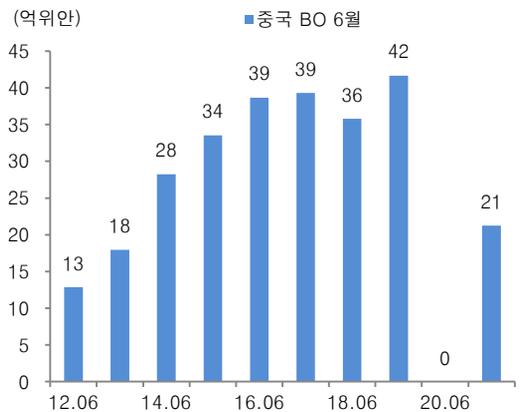
자료: CGV, 대신증권 Research Center

그림 9. 중국 6월 누적 BO. 빠르게 회복 중



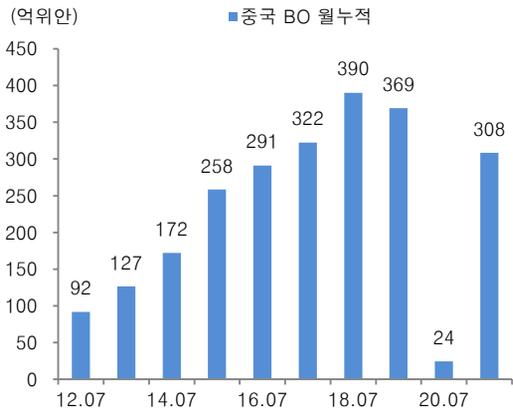
자료: cbooo.cn, 대신증권 Research Center

그림 10. 중국 6월 BO



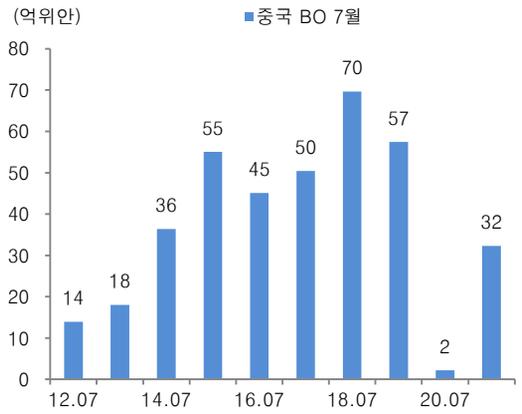
자료: cbooo.cn, 대신증권 Research Center

그림 11. 중국 7월 누적 BO. 빠르게 회복 중



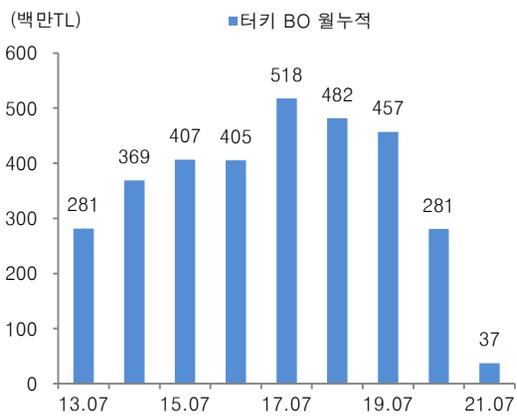
자료: cb000.cn, 대신증권 Research Center

그림 12. 중국 7월 BO



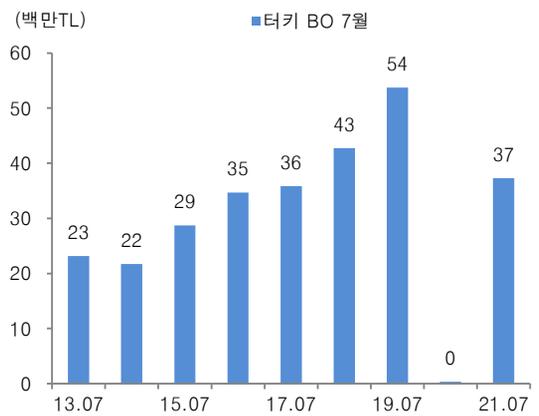
자료: cb000.cn, 대신증권 Research Center

그림 13. 터키 7월 누적 BO



자료: boxoficeturkiye.com, 대신증권 Research Center

그림 14. 터키 7월 BO. 7/3 부터 영업중단 행정명령 해제



자료: boxoficeturkiye.com, 대신증권 Research Center

## 1. 기업개요

### 기업 및 주요 주주 현황

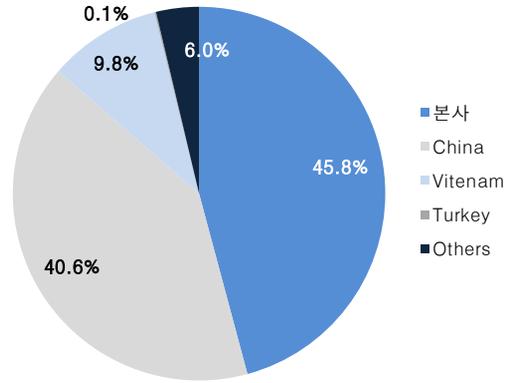
- 2020년 매출 5,834억원 OP -3,887억원 당기순이익 -6,354억원
- 2Q21 기준 지역별 매출 비중 본사 45.8%, 중국 40.6%, 베트남 9.8%, 터키 0.1%, 기타 6.0%
- 1Q21 기준 주요 주주는 씨제이(주) 38.4%, 우리사주조합 5.3%, 국민연금관리공단 5.2%

### 주가 코멘트

- 코로나 영향으로 개봉작 개봉 지연에 따른 불가리 부족으로 실적 및 주가 하락. 거리두기 단계 조정에 따라 극장 운영 방식이 변하고 있지만, 21.8월 현재 22:00 이후 상영 제한 외에는 기타 제약은 없고 띄어앉기만 진행
- 한국영화는 20.6월부터 꾸준히 개봉하고 있고, 할리우드 블록버스터도 21.5월부터 개봉 시작. 관객수 및 실적은 빠르게 회복하면서 주가도 상승할 것으로 전망

자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

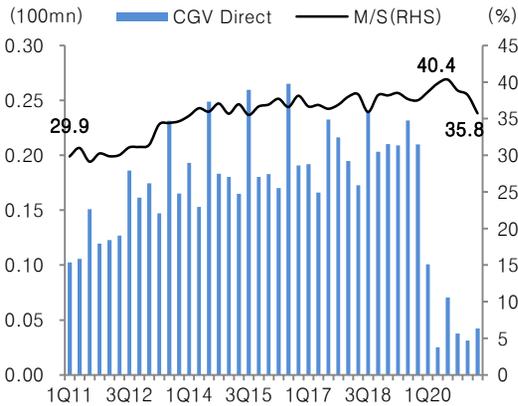
### 지역별 매출 비중(1Q21)



자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

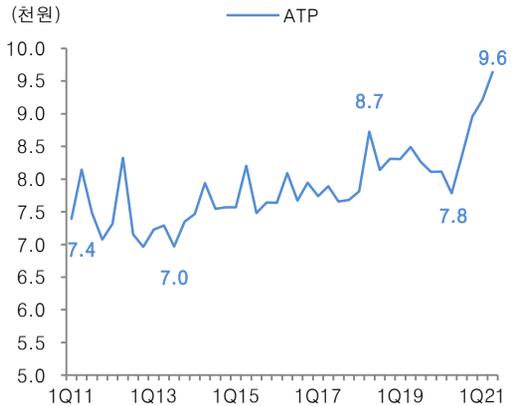
## 2. Earnings Driver

그림 1. CGV 국내 지역 관객수 및 점유율(2Q21)



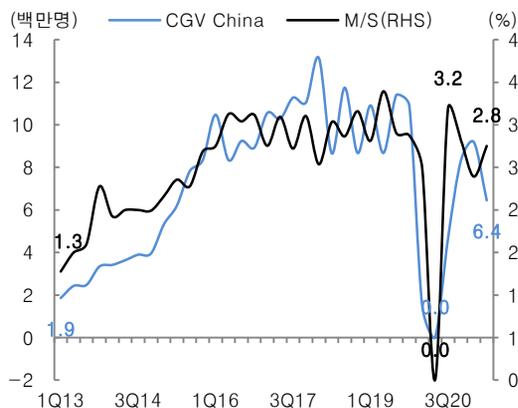
자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

그림 2. 국내 ATP(Average Ticket Price)(2Q21)



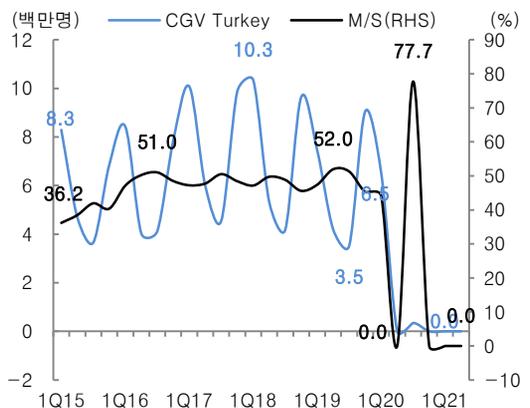
자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

그림 3. CGV 중국 관객수 및 점유율(2Q21)



자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

그림 4. CGV 터키 관객수 및 점유율(2Q21)



자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,942	583	1,047	1,348	1,520
매출원가	0	0	502	725	793
매출총이익	1,942	583	545	624	727
판매비와판매비	1,820	972	616	574	647
영업이익	122	-389	-71	50	79
영업외수익	63	-66.6	-6.8	3.7	5.2
EBITDA	490	-26	396	463	275
영업외손익	-351	-474	-151	-112	-104
관계기업손익	5	-6	3	8	8
금융수익	21	24	25	22	23
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-250	-349	-183	-152	-144
외환평가손실	9	21	0	0	0
기타	-127	-142	5	9	10
법인세비용차감전순이익	-229	-862	-222	-62	-25
법인세비용	-11	111	4	7	3
계속사업순이익	-239	-752	-218	-55	-22
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-239	-752	-218	-55	-22
당기순이익	-12.3	-128.8	-20.9	-4.1	-1.4
비자비분포이익	-86	-116	-27	-7	-3
자비분포이익	-153	-635	-192	-48	-19
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-8	-33	10	20	30
포괄순이익	-247	-785	-208	-35	8
비자비분포포괄이익	-98	-166	-25	-5	1
자비분포포괄이익	-148	-619	-183	-30	7

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-6,358	-22,531	-4,949	-992	-395
PER	NA	NA	NA	NA	NA
BPS	11,261	4,744	6,271	4,064	3,670
PBR	2.8	5.3	4.9	7.5	8.4
EBITDAPS	20,400	-921	10,213	9,648	5,720
EV/EBITDA	8.3	NA	9.2	7.0	11.1
SPS	80,898	20,688	27,021	28,071	31,641
PSR	0.4	1.2	1.1	1.1	1.0
CFPS	21,280	-2,451	14,391	13,819	10,056
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증감률	9.8	-70.0	79.4	28.8	12.7
영업이익 증감률	57.0	적전	적지	흑전	58.5
순이익 증감률	적지	적지	적지	적지	적지
수익성					
ROIC	9.7	-28.7	-7.7	7.3	16.7
ROA	3.6	-8.8	-1.7	1.3	2.2
ROE	-57.6	-314.4	-101.8	-21.8	-10.2
안정성					
부채비율	652.6	1,412.7	1,467.1	1,749.7	1,861.3
순차입금비율	502.9	1,030.6	1,020.6	1,066.3	1,057.3
이자보상비율	0.8	-2.4	-1.5	1.1	1.7

자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	677	949	990	1,278	1,382
현금및현금성자산	352	681	658	901	980
매출채권 및 기타채권	203	86	142	179	200
재고자산	22	16	29	37	42
기타유동자산	101	166	160	160	160
비유동자산	3,847	3,405	2,880	2,409	2,155
유형자산	924	791	438	135	47
관계기업투자지급	54	30	26	22	17
기타비유동자산	2,868	2,584	2,416	2,252	2,091
자산총계	4,524	4,355	3,871	3,687	3,538
유동부채	1,120	1,311	1,137	1,153	1,350
매입채무 및 기타채무	312	179	205	221	231
차입금	235	435	235	235	235
유동상채무	265	121	121	121	308
기타유동부채	307	576	576	576	576
비유동부채	2,803	2,756	2,487	2,335	2,008
차입금	321	537	537	537	350
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,481	2,219	1,950	1,797	1,658
부채총계	3,923	4,067	3,624	3,488	3,357
자비분	270	134	243	195	176
자본금	11	18	24	24	24
자본잉여금	90	302	596	596	596
이익잉여금	15	-628	-819	-867	-886
기타자비분	155	442	442	442	442
비자비분	331	154	4	4	4
자본총계	601	288	247	199	180
순차입금	3,023	2,967	2,521	2,125	1,907

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	283	-268	469	594	422
당기순이익	-239	-752	-218	-55	-22
비현금성목의기갑	750	683	776	719	505
감가상각비	368	363	467	413	195
외환손익	-1	7	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	383	313	309	305	309
자산부채의증감	-50	-20	-51	-35	-23
기타현금흐름	-178	-180	-38	-34	-38
투자활동 현금흐름	-228	-126	-57	-57	-57
투자자산	-18	-65	4	4	4
유형자산	-185	-96	-96	-96	-96
기타	-25	35	35	35	35
재무활동 현금흐름	105	732	322	221	221
단기차입금	34	234	-200	0	0
사채	-1	238	0	0	-100
장기차입금	30	-45	0	0	-87
유상증자	0	219	301	0	0
현금배당	-12	-17	0	0	0
기타	55	104	221	221	408
현금의증감	166	329	-22	243	79
기초 현금	185	352	681	658	901
기말 현금	352	681	658	901	980
NOPLAT	128	-339	-70	44	70
FCF	271	-73	299	360	167

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### CJ CGV(079160) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	21.08.09	21.07.17	21.01.17	20.12.19	20.06.19	20.05.10
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	36,000	36,000	36,000	29,000	29,000	26,300
과다율(평균%)		(16.85)	(20.33)	(11.29)	(25.62)	(18.20)
과다율(최대/최소%)		(14.86)	(7.08)	0.17	(15.34)	(10.00)

제시일자	20.04.05	20.02.12	20.01.28	19.11.08	19.08.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	29,000	39,900	43,500	49,900	58,100
과다율(평균%)	(24.80)	(49.75)	(40.86)	(35.86)	(47.11)
과다율(최대/최소%)	(15.94)	(33.07)	(38.23)	(28.36)	(43.52)

제시일자	20.04.05	20.02.12	20.01.28	19.11.08	19.08.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	29,000	39,900	43,500	49,900	58,100
과다율(평균%)	(24.80)	(49.75)	(40.86)	(35.86)	(47.11)
과다율(최대/최소%)	(15.94)	(33.07)	(38.23)	(28.36)	(43.52)

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210804)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	6.5%	0.9%

**산업 투자의견**

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상